



---

# Die argumente für PA Capital Secondaries

Veränderte Dynamiken und häufige Missverständnisse,  
wenn es um den Sekundärmarkt geht

---

## PA Capital Secondaries

PA Capital (PA) ist ein aktiver Secondaries-Investor und hat seit 2012 über 70 Secondaries-Transaktionen im nordamerikanischen Low Mid Market (LMM; unterer Bereich mittelständischer Unternehmen) abgeschlossen.

Wir suchen nach Sekundärmarktinvestitionen, bei denen die wir die Stärke der PA Plattform in Wettbewerbsvorteile umwandeln können. Deshalb konzentrieren wir uns in der Regel auf Geschäftschancen, die direkt beschafft werden und/oder einem begrenzten Wettbewerb ausgesetzt sind. Unsere spezielle Secondaries-Strategie zeichnet sich durch Folgendes aus:

- Fokus auf Buyout- und Wachstumsstrategien
- Diversifiziertes Portfolio, das aus Anlagen besteht, die über Branchen, Manager und viele Jahre hinweg Bestand haben
- Anteile sowohl an GP-geführten („komplexen“) als auch an LP-geführten („traditionellen“) Transaktionen, einschließlich passiver Fondsbeteiligungen, Single-Asset-Vehikel, Finanzierungen und Restrukturierungen
- Mehr als 30 Investitionen, die normalerweise von 5 bis über 50 Mio. USD pro Einheit reichen
- Begrenzter Rückgriff auf Fremdkapital



*Wir suchen nach Sekundärmarktinvestitionen, bei denen die wir die Stärke der PA Plattform in Wettbewerbsvorteile umwandeln können.*



## Entwicklung des Sekundärmarktes

Der Sekundärmarkt hat sich in den letzten zwei Jahrzehnten von einem Nischenmarkt mit knapper Liquidität und hohen Abschlägen zu einem funktionierenden Markt mit konstanten Volumina und einer Vielzahl von Teilnehmern entwickelt.

Während Secondaries in der Vergangenheit als opportunistische Transaktionen im Zusammenhang mit finanziellen Notlagen betrachtet wurden, hat sich der Sekundärmarkt für viele Investoren inzwischen zu einem wichtigen Instrument für den Portfolioaufbau und das Portfoliomanagement in den Bereichen Private Equity, Immobilien, Infrastruktur, Real Assets und Kreditstrategien entwickelt. Er stellt einen wichtigen und etablierten Bestandteil des Private-Equity-Marktes dar, der seinen Teilnehmern Lösungen anbietet und den Anlegern ein unserer Meinung nach attraktives, risikoangepasstes Renditeprofil und defensive Eigenschaften bietet.

Seit 2012 hat sich das weltweit verwaltete Private-Equity-Vermögen von rund 2 Billionen USD auf über 4 Billionen USD mehr als verdoppelt.<sup>1</sup> Wir haben eine ähnliche Verdoppelung des Umsatzes von Private-Equity-Assets auf dem Sekundärmarkt (in % der verwalteten PE-Assets) im selben Zeitraum gesehen, und allein 2019 beliefen sich die Sekundärmarkttransaktionen auf 88 Mrd. USD.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Quelle: Preqin, Global Private Equity AUM. Zugriff Mai 2020.

<sup>2</sup> Stand 31. Dezember 2019. Quelle: Greenhill „Secondary Market Update“ Report.

### Missverständnis Nr. 1: „Der Sekundärmarkt ist überfüllt und extrem umkämpft.“

Als PA im Jahr 2016 mit der Investition seines vorherigen Fonds begann, lag das Sekundärmarktvolumen bei ca. 40 Milliarden USD. Während sich dieses Marktvolumen bis Ende 2019 mehr als verdoppelte, entfielen mehr als 85 % des von Sekundärfonds in diesem Zeitraum aufgenommenen Kapitals auf Fonds, die größer als 1 Mrd. USD waren.<sup>3</sup> Da größere Sekundärmarktfonds dazu neigen, den LMM-Markt zu meiden, bedeutet dies, dass ein Großteil dieses Kapitals außerhalb unseres LMM-Zielsegments aufgenommen wurde. LMM-Fonds sind im Allgemeinen (a) kleiner und weniger bekannt, (b) haben eine konzentriertere LP-Basis, (c) sind strikter restriktiv bei Übertragungen und (d) werden selten auf dem Sekundärmarkt gehandelt. Diese Dynamik bedeutet, dass es typischerweise eine Informations- oder Beziehungsasymmetrie gibt, die genutzt werden kann. Durch die Fokussierung auf den LMM und Transaktionsgrößen von 5 bis 50 Mio. USD glauben wir, dass PA weiterhin Werte in weniger wettbewerbsintensiven Situationen finden wird.

<sup>3</sup> Quelle für am Sekundärmarkt aufgenommenes Kapital: Pitchbook. Zugriff November 2019. Umfasst nordamerikanische Sekundärfonds. Quelle für die Anzahl der aufgenommenen PE-Mittel: Pitchbook: „US PE Breakdown“, 3. Quartal 2019.

*Anmerkung: Dieses Dokument wird nur zu Informations- und Schulungszwecken bereitgestellt. Es stellt keine Anlageberatung dar und ist nicht als Angebot zum Verkauf oder als Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren zu verstehen. Die geäußerten Ansichten und Meinungen wurden von den Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Materials vertreten und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Alle zukunftsgerichteten Aussagen beziehen sich auf das Datum dieses Dokuments, unterliegen erheblichen Unsicherheiten, und PA Capital LLC übernimmt keine Verantwortung für die Aktualisierung solcher zukunftsgerichteten Aussagen. Informationen, auf die in diesem Dokument aus externen Quellen verwiesen wird, werden als zuverlässig erachtet, wurden jedoch nicht überprüft.*

## Veränderte Dynamik auf dem Sekundärmarkt

Während LP-geführte (LP = Limited Partner = Kommanditist) oder „traditionelle“ Sekundärtransaktionen nach wie vor das Fundament des Sekundärmarktes bilden, bestand die am schnellsten wachsende Quelle des Dealflows in den letzten Jahren aus GP-geführten Transaktionen (GP = General Partner = Komplementär), die seit 2012 mit einer jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 44 % anstiegen, verglichen mit 15 % für traditionelle Transaktionen.<sup>4</sup>

In den vergangenen Jahren waren GPs oft zurückhaltende oder reaktionäre Teilnehmer am Sekundärmarkt und blieben skeptisch gegenüber Sekundärtransaktionen, weil diese mit dem Verlust des Vertrauens von LPs in Verbindung gebracht wurden. Heute jedoch nutzen GPs den Sekundärmarkt proaktiv als zusätzliches Fondsmanagement-Tool, um Fondsstrukturen zu optimieren, Cashflows zu verwalten und die Anlageperformance zu steigern.

Die Gründe für traditionelle LP-Portfolioverkäufe sind nach wie vor dieselben (Portfoliomanagement, isolierter Liquiditätsbedarf oder allgemeiner Portfoliostress/

allgemeine Portfolionotlage). Viele Investoren mit eigenfinanzierten Private-Equity-Programmen sehen sich nun jedoch mit der Aussicht auf negative Netto-Cashflows in den kommenden Quartalen konfrontiert, da die Ausschüttungen drastisch gesunken sind. Außerdem können viele Investoren, wie z. B. Stiftungen oder Family Offices, die operative Unternehmen besitzen, aufgrund der spezifischen Auswirkungen von COVID-19 mit Cashflow-Rückgängen und Liquiditätsproblemen konfrontiert werden.

<sup>4</sup> Quelle: Greenhill „Secondary Market Update“ Report. Stellt die jährliche Wachstumsrate (CAGR) seit 2012 dar.

### Missverständnis Nr. 2: „Der Dealflow auf dem Sekundärmarkt ist versiegt.“

Während bestimmte Segmente des breiteren Sekundärmarktes im 2. und 3. Quartal 2020 stillstanden, konnten wir dank des flexiblen und opportunistischen Ansatzes bei Sekundärmarkttransaktionen mehrere Geschäfte mit einem Gesamtvolumen von ca. 50 Mio. USD abschließen. Mitte des 2. Quartals sahen wir zum Beispiel ein kurzes Verkaufsfenster, das sich durch den LP-Liquiditätsbedarf öffnete. Während dieser Öffnung halfen wir einem Verkäufer eines Portfolios hochwertiger LMM-Fonds von über 30 Mio. USD eine Lösung zu finden und sicherten uns dabei einen attraktiven Abschlag. Im dritten Quartal des Jahres sahen wir einen Anstieg der GP-geführten Aktivitäten, da die Sponsoren ihre Fonds und die zugrunde liegenden Investmentgesellschaften unterstützen wollten, was zum Abschluss von zwei komplexen Transaktionen führte. Zu Beginn des 4. Quartals umfasste unsere Pipeline insgesamt mehr als 500 Mio. USD an umsetzbaren Sekundärmarktchancen, die sich ungefähr gleichmäßig auf traditionelle und komplexe Transaktionen verteilten.<sup>5</sup> Wie unsere Pipeline zeigt, erwarten wir, dass sowohl GP- als auch LP-geführte Aktivitäten weiterhin einen attraktiven Dealflow für Investmentvehikel des Sekundärmarkts von PA generieren werden.

<sup>5</sup> QStand: 1. Oktober 2020. „Nutzbare Geschäftschancen auf dem Sekundärmarkt“ werden definiert als Transaktionen im Rahmen von PAs Mandat für Vehikelinvestitionen auf dem Sekundärmarkt, die von PA aktiv bewertet werden. Während das tatsächliche Volumen an Marktchancen für einzelne Transaktionen größer sein kann, wurden für die Berechnung der „umsetzbaren Geschäftschancen auf dem Sekundärmarkt“ Single-Asset-Transaktionen auf 25 Mio. USD und Multi-Asset-Transaktionen bzw. Portfoliotransaktionen auf 75 Mio. USD begrenzt. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass die ins Auge gefassten Investitionen in der Forward-Pipeline auch tatsächlich durchgeführt werden. Die aufgeführten Geschäftschancen werden nur zu Diskussionszwecken vorgestellt und sind nicht als Anlageberatung zu verstehen. Es kann nicht zugesichert werden, dass PA diese Transaktionen auch tatsächlich durchführt oder das gewünschte Positionsvolumen und/oder das gewünschte Timing einhält.

2019 beliefen sich die GP-geführten Transaktionen auf dem Sekundärmarkt auf 26 Mrd. USD oder ca. 30 % des Gesamtvolumens, und wir gehen davon aus, dass dieser Anteil noch weiter steigen wird.<sup>4</sup> GPs haben viele Gründe für die Suche nach Sekundärmarkt-Partnern für komplexe Transaktionen, darunter zusätzliches Wachstumskapital für bestimmte Assets, das Bedürfnis des Positionsgrößen-Managements und verlängerte Haltezeiten für wachsende Unternehmen. Insbesondere haben wir eine Aufwärtsbewegung bei bestimmten Entwicklungen festgestellt:

- GPs suchen nach strukturierten Eigenkapitalinjektionen in reife Unternehmen, entweder zu defensiven oder offensiven, d. h. Add-On-Zwecken. Diese sind oft als Vorzugskapital mit niedrigen Attachment-Punkten strukturiert und können eine überzeugende interne Verzinsung (IRR) generieren.
- Viele Unternehmen, die einen Verkaufsprozess planen, befinden sich in der Warteschleife. Wir glauben, dass diese Dynamik eine Geschäftschance bietet, Investitionen in leistungsfähige Unternehmen durch Fortführungsvehikel für einzelne Assets zu strukturieren.
- Viele LPs haben die Anzahl ihrer GP-Beziehungen in den letzten zehn Jahren deutlich erhöht und kürzlich angedeutet, dass die aktuelle Krise zu einer Rückläufigkeit dieser Beziehungen führen könnte. Darüber hinaus nutzen GPs Sekundärmarkttransaktionen zunehmend als Instrument, um ihren Kundenstamm umzugestalten und neue LPs zu gewinnen. Wir erwarten, dass diese Trends einen Dealflow für LP-geführte Secondaries erzeugen.

### **Missverständnis Nr. 3: „Secondaries sind überteuert.“**

Das Missverständnis hier ist die Vorstellung, dass ein Sekundärmarktgeschäft nur dann attraktiv ist, wenn die Transaktion einen beträchtlichen Abschlag aufweist. Einer der grundlegenden Vorteile einer Sekundärmarkttransaktion ist die Möglichkeit, die erworbenen Assets zu identifizieren (und somit deren Wert zu beurteilen). Dank der großen Erfahrung mit Transaktionen auf dem Sekundärmarkt und der Informationsbank auf der Private-Equity-Plattform von PA können wir qualitativ hochwertige Investitionen identifizieren, diese gründlich prüfen und eine Entscheidung über den angemessenen Preis in einem Kontext des prognostizierten Asset-Wachstumsprofils treffen. Deshalb hat die Secondaries-Plattform von PA ein Portfolio aufgebaut, das unserer Meinung nach aus qualitativ hochwertigen Investments besteht und ein attraktives historisches durchschnittliches Kaufpreis-Multiple von 7,6 bei begrenztem Leverage (2,8-faches Schulden-Multiple) im Vergleich zum durchschnittlichen Kaufpreis-Multiple von 10,0 und Schulden-Multiple von 5,1 für Middle Market LBOs (fremdfinanzierte Übernahmen im mittleren Marktsektor) erzielt.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Die Performance der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Das PA Kaufpreis-Multiple spiegelt die Bewertung des unmittelbar auf den Stichtag folgenden Quartals wider. Die PA Schulden-Multiples spiegeln die Gesamtverschuldung/EBITDA der letzten zwölf Monate zum Stichtag der Preisfindung wider. Beides sind gewichtete Durchschnitte für 216 Portfoliounternehmen in den Fonds IV und V, die auf EBITDA-Basis zum 31. Dezember 2019 bewertet wurden. Es waren nicht in allen Fällen Daten verfügbar.

## Warum jetzt?

Wir glauben, dass die aktuelle COVID-19-getriebene Rezession anders verlaufen könnte als frühere Abschwünge und weiterhin zu unerwarteten Gewinnern und Verlierern an den Finanzmärkten und insbesondere in der Private-Equity-Landschaft führen wird.

Während Private-Equity-Investoren auf dem Sekundärmarkt in der Vergangenheit bei früheren Marktverschiebungen gut abgeschnitten haben, glauben wir, dass die aktuelle Verschiebung aufgrund der dramatisch gestiegenen Vielfalt und der zunehmend verbreiteten Nutzung von Transaktionsinstrumenten, die den Teilnehmern am Sekundärmarkt zur Verfügung stehen, eine wesentlich größere Anzahl von Möglichkeiten für Sekundärmarktinvestoren geschaffen hat, als dies in früheren Zyklen der Fall war. Wir sind aber auch der Meinung, dass bestimmte Typen von Anlegern viel besser positioniert sind als andere, um attraktive Deals im Rahmen dieser erweiterten Geschäftschancen zu finden und abzuschließen. Allgemein gesagt glauben wir, dass Sekundärmarktinvestoren mit weitgehendem und diversifiziertem Transaktions-Know-how, etablierten Beschaffungsbeziehungen, soliden Plattform-Möglichkeiten, einem opportunistischen Investitionsmandat und – was besonders wichtig ist – verfügbarem Kapital am besten positioniert sind, um aus dem aktuellen Umfeld Nutzen zu ziehen.

Die Sekundärmarkt-Strategie von PA besitzt diese Erfolgsmerkmale und bietet den zusätzlichen Vorteil, dass sie sich auf ein – wie wir meinen – besonders attraktives Segment des Private-Equity-Marktes konzentriert: den LMM-Markt in Nordamerika. Der



*Die Sekundärmarkt-Strategie von PA besitzt diese Erfolgsmerkmale und bietet den zusätzlichen Vorteil, dass sie sich auf ein – wie wir meinen – besonders attraktives Segment des Private-Equity-Marktes konzentriert: den LMM-Markt in Nordamerika.*



LMM-Markt ist fragmentiert und kann ohne weitreichende Beziehungen und große Erfahrung schwer zugänglich sein. Das Fonds-Investmentgeschäft von PA konzentriert sich auf Private-Equity-Fonds unter 500 Mio. USD, was nach Fonds-Anzahl 70 % des sekundären Opportunity-Sets widerspiegelt. Nur 15 % des von Sekundärmanagern beschafften Kapitals war für Fonds unter 1 Mrd. USD bestimmt. Da sich größere Fonds in der Regel auf größere Transaktionen konzentrieren müssen, gibt es weniger Wettbewerb im Bereich relativ kleiner Sekundärmarkttransaktionen (5 bis 50 Mio. USD).<sup>7</sup> Außerdem glauben wir, dass größere Fonds noch weniger geneigt sein werden, die Bandbreite

<sup>7</sup> Quelle für am Sekundärmarkt aufgenommenes Kapital: Pitchbook. Zugriff November 2019. Umfasst nordamerikanische Sekundärfonds. Quelle für die Anzahl der aufgenommenen PE-Mittel: Pitchbook: „US PE Breakdown“, 3. Quartal 2019.



*Mit bestehenden Investitionen in über 110 Fonds und einer Exposition gegenüber mehr als 750 Unternehmen unterhält PA eine starke Vernetzung im gesamten LMM-Markt.*



auszuschöpfen, die für die vollständige Prüfung eines LMM-Deals erforderlich ist, wenn dieser Deal nicht von Anfang an einen offensichtlichen Transaktionsabschluss zu haben scheint. Deshalb glauben wir, dass der Informationsvorteil von PA im LMM-Markt und unsere Fundamentaldaten-orientierte Bewertungsphilosophie zu einem weniger wettbewerbsintensiven – und attraktiveren – Sekundärmarkt geführt hat, auf dem die Sekundärstrategie von PA umgesetzt werden kann. Mit bestehenden Investitionen in über 110 Fonds und einer Exposition gegenüber mehr als 750 Unternehmen unterhält PA eine starke Vernetzung im gesamten LMM-Markt. Unser Informationsvorsprung wird durch unsere robuste proprietäre Datenbank mit über 10.000 Sponsoren, Unternehmen und Transaktionen sowie durch die Sicherung von Beiratsmandaten

in über 80 % unserer Fonds weiter ausgebaut. Aufgrund dieses speziellen Fokus auf den LMM, unserer langjährigen Beziehungen in der gesamten Private-Equity-Branche, unseres hochselektiven Portfolioaufbauprozesses und unserer langjährigen Erfahrung in der Bereitstellung kreativer Lösungen für LPs und GPs auf dem Sekundärmarkt sind wir der Ansicht, dass PA hervorragend positioniert ist, um die attraktiven Geschäftschancen zu nutzen, die sich in jüngster Zeit aufgrund der Marktverschiebungen im Jahr 2020 ergeben haben, aber auch langfristig, da sich der Markt als Reaktion auf die beispiellose COVID19-Krise weiter verändert.

Die Informationen in diesem Dokument sind ausschließlich für professionelle Anleger gedacht und können Meinungen und proprietäre Informationen von Candriam enthalten. Die in diesem Dokument ausgedrückten Meinungen, Analysen und Ansichten dienen nur zu Informationszwecken. Sie stellen kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten und keine Anlageempfehlung oder Bestätigung irgendeiner Art von Transaktion dar. Obwohl Candriam die Daten und Quellen in diesem Dokument sorgfältig ausgewählt hat, können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam übernimmt keine Haftung für irgendwelche direkten oder indirekten Verluste, die sich aus der Verwendung dieses Dokuments ergeben. Die Rechte am geistigen Eigentum von Candriam müssen jederzeit beachtet werden. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung dürfen keine Inhalte dieses Dokuments reproduziert werden.

**CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.**



[www.candriam.com](http://www.candriam.com)